

O efeito da família jurídica na transposição da directiva das ofertas públicas de aquisição

Carlos F. Alves* CEMPRE** – Faculdade de Economia, Universidade do Porto

resumo

résumé / abstract

A Directiva das OPA conferiu alguns graus de liberdade aos Estados-membros. O nível real de harmonização do regime *anti-takeover* obtido na UE após a transposição da Directiva foi, concomitantemente, reduzido. Neste estudo indagou-se sobre se a hierarquia de sistemas jurídicos, no que respeita à protecção dos investidores, estabelecida por La Porta et al. (1998), teve reflexo na transposição da Directiva, tendo-se concluído que os países de família jurídica do tipo *civil law* de origem francesa adoptaram soluções menos favoráveis ao funcionamento do mercado de controlo de empresas que os demais. Porém, os países com *civil law* de origem escandinava ou alemã adoptaram, em geral, soluções mais favoráveis ao funcionamento desse mercado do que os países de *common law*. Além disso, encontrou-se evidência de que os países efectuaram as suas escolhas em conformidade com a importância dos respectivos mercados de capitais.

La Directive des Offres Publiques d'Achat a accordé quelque degré de liberté aux États membres de l'UE. Le niveau réel d'harmonisation du régime *anti-takeover* obtenu au sein de l'UE après la transposition de la Directive a été réduit. Dans cette étude, on s'est posé la question de savoir si la hiérarchie de systèmes juridiques, en ce qui concerne la protection des investisseurs, établie par La Porta et al. (1998), a eu un effet sur la transposition de la Directive: on en a conclu que les pays de famille juridique du type *civil law* d'origine française avaient adopté des solutions moins favorables au fonctionnement du marché de contrôle de sociétés que les autres. Néanmoins, les pays du type *civil law* d'origine scandinave ou allemande ont adopté en général, des solutions plus favorables au fonctionnement de ce même marché que les pays du type *common law*. En outre, une évidence s'impose: les pays ont effectué leurs choix conformément à l'importance des marchés de capitaux respectifs.

The Takeovers Directive conferred some degrees of freedom to the EU member countries. The real level of harmonization of the anti-takeover regimen after the transposition of the Directive was, concomitantly, reduced. This study investigates whether, in terms of investor protection, the hierarchy of legal systems established in La Porta et al. (1998) has had any impact on the transposition of the Directive. The paper concludes that countries of civil law of French origin chose solutions which were less favorable to the functioning of the market for corporate control. However, vis-à-vis countries with common law, countries with civilian law of Scandinavian or German origin chose solutions more favorable to the functioning of this market. Moreover, the paper finds evidence that countries made their choices in conformity with the importance of the respective stock markets.

* O autor agradece a Victor Mendes, ao Director da revista e a um *referee* anónimo os contributos e sugestões recebidas.

** O CEMPRE é apoiado pela FCT através do POCTI do QCA III, o qual é financiado pelo FEDER e por fundos portugueses.





1. Introdução

A Directiva n.º 2004/25 (Directiva), do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, teve como objectivo criar um regime harmonizado de regras aplicáveis a ofertas públicas de aquisição (OPAs) – *takeovers*, na terminologia anglo-saxónica –, na União Europeia (UE). A criação de um tal regime, afigurava-se uma empreitada não só difícil (atendendo à complexidade de uma negociação entre 25 Estados, à diversidade de regimes de partida, e ao carácter polémico do assunto), mas igualmente importante (atendendo à sua relevância para a criação de um mercado financeiro europeu único).

A negociação foi, por isso, difícil tendo demorado mais de uma década, mas acabou por ser alcançado um compromisso no final de 2003, que permitiu a sua aprovação em 2004, com data limite de transposição fixada em 20 de Maio de 2006 (Hopt, 2004). Não é, por isso, de estranhar que a Directiva se assumia como um *“enquadramento que fixa determinados princípios comuns e um número limitado de requisitos gerais que os Estados-membros serão obrigados a implementar através de regras mais pormenorizadas, em conformidade com o respectivo sistema nacional e o seu contexto cultural”* (ponto 26 do preâmbulo da Directiva). A necessidade de criar consensos determinou que dois dos mecanismos essenciais do regime instituído fossem estabelecidos com uma natureza opcional (Gatti, 2005). Trata-se da regra que subordina a decisão da assembleia geral a tomada de medidas que podem ter por consequência a frustração da OPA (frequentemente designada por “regra da neutralidade” ou “regra *anti-frustração*”), e da regra que quebra restrições contratadas ou consagradas nos estatutos relativas à transmissão de valores mobiliários e direitos de voto (“regra da quebra dos limites ao direito de voto” ou, na terminologia anglo-saxónica, *“breakthrough rule”*). Além disso, a Directiva igualmente abriu a porta a divergências relevantes ao deixar ao critério dos Estados-membros a fixação do limiar mínimo de concentração de direitos de voto a partir do qual nasce a obrigação de lançar uma OPA geral.

A consagração de um regime de natureza opcional teve como contraponto um regime de reciprocidade (Gatti, 2005). Assim, a Directiva estabelece que os Estados podem permitir que as suas empresas não apliquem as regras da neutralidade e *breakthrough* quando o oferente não está sujeito a regime idêntico (“regra da reciprocidade”).

O combate à adopção de práticas *anti-takeover* – no qual, naturalmente, o regime jurídico das OPAs tem um papel fundamental – é reportado na literatura como essencial para promover o mercado de controlo de empresas, sendo este, por sua vez, visto como um mecanismo disciplinador das equipas de gestão. Em teoria, o funcionamento do mercado de controlo accionista leva a que empresas com equipas de gestores com reduzidas performances sejam objecto de *takeover*, e os respectivos gestores sejam substituídos (Scharfstein, 1988). O efeito disciplinador do mercado de controlo accionista sobre as estruturas de governo da empresa opera, desde logo, pelo espectro da ameaça de *takeover*. A circunstância de a empresa poder ser objecto de uma OPA, a que se seguirá com elevada probabilidade a substituição dos respectivos gestores, é tida como um incentivo a que estes actuem no interesse dos accionistas (Holmstrom e Kaplan, 2001).

Os mecanismos *anti-takeover* impedem ou limitam as probabilidades de sucesso de uma OPA, contribuindo por isso para que as equipas de gestores se *entrincheiram* nas empresas, mantendo os seus lugares mesmo que tenham desempenhos sub-óptimos e origem elevados custos de agência. Daí que em muitos códigos de bom governo das empresas (*corporate governance codes*) seja recomendada a abolição de medidas que limitem o funcionamento do mercado de controlo de empresas (*vide*, entre outros, Silva et al., 2006). Daí também que alguns investidores institucionais lutem contra a adopção de medidas *anti-takeover* pelas empresas em cujo capital participam (Smith, 1996).

No que respeita à transposição da Directiva, optaram por um regime menos favorável ao funcionamento do mercado de controlo de empresas os países que não adoptaram a regra da



neutralidade, a *breakthrough rule*, e que optaram pela regra da reciprocidade (Becht, 2003; Mülbert, 2003; Menjucq, 2006). Concorre no mesmo sentido a adopção de um limiar alto para o nascimento da obrigação de lançamento de OPA geral (Burkart e Panunzi, 2003; Menjucq, 2006). No pólo oposto, optaram por facilitar o mercado de controlo de empresas e, consequentemente, pela máxima protecção dos interesses dos pequenos investidores, os países que impuserem na ordem jurídica interna a regra da neutralidade, a *breakthrough rule*, rejeitaram a regra da reciprocidade e fixaram um limiar baixo para efeitos do nascimento da obrigação de lançamento de OPA geral (Becht, 2003; Burkart e Panunzi, 2003; Mülbert, 2003; Menjucq, 2006).

O nível real de harmonização do regime *anti-takeover* obtido na UE após a transposição da Directiva foi reduzido (Comissão Europeia, 2007). Há um grupo de 7 países que optaram pela máxima defesa, no que respeita às regras anti-frustração, *breakthrough* e reciprocidade. Trata-se do grupo que *não* aplicou as regras anti-frustração, *não* aplicou as regras *breakthrough*, mas optou pelo *sim* no que respeita à aplicação da regra da reciprocidade. No polo oposto, apenas 3 países optaram pela defesa mínima, ou seja escolheram *sim/sim/não* para, respectivamente, as regras base anti-frustração, *breakthrough* e reciprocidade previstas na Directiva. Nas situações intermédias igualmente dois grupos se podem identificar. Aqueles que optaram pela regra anti-frustração, mas não pela *breakthrough rule*, nem pela regra da reciprocidade, e aqueles que procedendo de igual modo nos dois primeiros casos, aplicaram a regra da reciprocidade. Também no que respeita ao limiar de nascimento da obrigação de lançamento de OPA geral, se regista uma significativa divergência, variando tal limiar entre um mínimo de 25% e um máximo de 66% dos direitos de voto.

A questão que se coloca neste estudo, é a de saber se o sistema de direito de base (ie, a família jurídica) dos diferentes países terá influenciado as escolhas efectuadas. Com efeito, num conjunto de artigos seminais, La Porta et al. (1997; 1998; 1999; 2000) sustentaram que os países da *common law* asseguram uma protecção mais ampla e mais efectiva dos investidores que os países influenciados pelo direito civil alemão ou escandinavo (Suécia, Dinamarca, Finlândia e Noruega) e sobretudo que os países com influências do direito civil francês. Além disso, aqueles *papers* evidenciaram uma ampla influência do ambiente legal na protecção dos interesses dos investidores. Donde, à luz deste estudos, seria de esperar que a família jurídica (*family law*) influenciasse as escolhas dos legisladores nacionais, e que os países com sistemas de direito mais protectores dos interesses dos investidores na hierarquia (de La Porta et al., 1998) adoptassem as soluções mais susceptíveis de estimular o mercado de controlo das empresas.

Os resultados obtidos, com regressões que visam explicar índices de abertura do mercado de controlo das empresas construídos a partir das soluções adoptadas em cada país, indicam que a família jurídica tem capacidade explicativa das soluções adoptadas. Em particular, em conformidade com a hierarquia de sistemas jurídicos, no que respeita à protecção dos investidores, estabelecida por La Porta et al. (1998), concluiu-se que os países de família jurídica do tipo *civil law* de origem francesa adoptaram soluções menos favoráveis ao funcionamento do mercado de controlo de empresas que os demais, incluindo os países ex-comunistas. Porém, em contraste com tal hierarquia, concluiu-se os países com *civil law* de origem escandinava ou alemã adoptaram, em geral, soluções mais favoráveis ao funcionamento desse mercado do que os países de *common law*. Além disso, o estudo evidencia que a dimensão do mercado de capitais de cada país influencia positivamente as escolhas efectuadas no sentido mais favorável ao funcionamento do mercado de controlo accionista das empresas, ao passo que a dimensão do país tem um impacto negativo. Donde, a evidência aponta no sentido de os países terem efectuado escolhas em conformidade com a importância dos respectivos mercados de capitais. Assim, os resultados obtidos afiguram-se consentâneos com a evidência reportada por Knudsen (2005) de que os interesses nacionais prevalecem sobre outras determinantes na hora de tomar decisões que respeitam à criação de um mercado único europeu.



No próximo ponto procede-se a uma breve revisão da literatura sobre os mecanismos *anti-takeover*, bem como ao seu enquadramento no âmbito da literatura de *corporate governance*. No ponto seguinte analisa-se o regime consagrado na Directiva e o nível de harmonização realmente atingido na sua transposição. No ponto 4 procede-se à análise de regressões. Por fim, no ponto 5, estabelecem-se as principais conclusões.

2. O mercado de controlo de empresas e a protecção dos investidores: breve revisão da literatura

A teoria sugere que os *takeovers* servem para redistribuir recursos das equipas de gestão menos capazes ou mais “expropriadoras” para as equipas mais competentes, e para minimizar os efeitos da assimetria de informação de que beneficiam os gestores face aos accionistas (Scharfstein, 1988). O controlo dos gestores pelo mercado, nomeadamente pela ameaça ou concretização de *takeovers*, é apontado como um dos elementos fundamentais do modelo de *corporate governance* dos países anglo-saxónicos (Shleifer e Vishny, 1997). Assim acontece, pelo menos, desde os anos oitenta, altura em que se registou um número recorde de *takeovers* nos EUA e no Reino Unido, tornando a ameaça real (Jensen, 1988; Holmstrom e Kaplan, 2001), o que supostamente motivaria os gestores a prosseguir o interesse dos seus accionistas.

A ideia de que o mercado de controlo de empresas é um mecanismo disciplinador das equipas de gestão é ainda fundamentado em estudos que apontam no sentido de os *takeovers* ocorridos na década de oitenta nos EUA terem contribuído para direccionar o comportamento dos administradores no sentido mais favorável à defesa dos accionistas (Holmstrom e Kaplan, 2001). Importa, porém, notar que outros estudos sugerem que não existe relação entre os *takeovers* e a performance, sustentando por isso a rejeição da tese de que as aquisições hostis têm um efeito punitivo (Franks e Mayer, 1996).

A acção dos *takeovers* enquanto mecanismo disciplinador das equipas de gestão depara-se, de facto, com algumas dificuldades. Desde logo, os *takeovers* hostis são caros, não só porque implicam custos de natureza administrativa elevados, como implicam o dispêndio de tempo e esforço da equipa de gestão e porque requerem um prémio elevado (Franks e Mayer, 1996). Onde, o mercado de controlo de empresas requer grandes desvios face ao comportamento adequado dos gestores para actuar, pelo que subsiste ampla margem de manobra para que os gestores tenham comportamentos sub-óptimos até que o mecanismo funcione. Além disso, o instrumento é combatido por medidas *anti-takeover*, sejam estatutárias, sejam do quadro regulador, e sofre frequentemente a resistência dos gestores da sociedade visada, dos trabalhadores e, por vezes, da administração pública e de instâncias políticas (Shleifer e Vishny, 1997).

Os gestores podem estar genuinamente convictos de que permanecer independente é a solução que melhor serve os interesses dos accionistas, dos trabalhadores e dos demais *stakeholders* da empresa. Além disso, a resistência pode ser uma tática dos gestores para obrigar o oferente a elevar o preço, em ordem a extrair o máximo prémio possível em benefício dos interesses dos accionistas da sua empresa. Porém, motivos egoístas como o receio de perda do seu próprio emprego, *status*, poder ou prestígio igualmente podem presidir à implementação e utilização das medidas. A evidência empírica disponível indica que a possibilidade de os gestores decidirem primordialmente no seu interesse não é despicienda (Shleifer e Vishny, 1997). Daí que, em geral, são vistas como contrárias ao bom governo empresarial e à defesa dos investidores medidas *anti-takeover*, tais como: pílulas de veneno (*poison pills*)¹; *greenmails*²; pára-quadras dourados (*golden parachutes*)³; limitações à transmissão de acções; limitações ao direito de voto; existência de distintas classes de acções (*dual class shares*).

1 Isto é, estratégias que tornem a empresa menos atractiva para o adquirente. A atribuição de direitos especiais a determinados accionistas em caso de OPA é uma dessas estratégias.

2 Prática em que a empresa compra acções próprias (ou outros activos) a um preço acima do mercado a algum dos seus accionistas como forma de evitar que este lance uma OPA hostil.



Donde, a adopção de medidas que facilitem o mercado de controlo de empresas, designadamente combatendo a adopção de medidas *anti-takeover*, é normalmente vista como contribuindo para uma melhor *corporate governance* e para uma mais eficaz defesa dos interesses dos investidores. Aliás, alguns investidores institucionais destacam-se neste combate. Assim, por exemplo, a competição entre jurisdições nos EUA causou que o Estado de Delaware tenha adoptado legislação que é, em geral, vista como menos favorável ao funcionamento do mercado de controlo das empresas. Muitas grandes empresas norte-americanas têm, por essa razão, a sua sede neste Estado (Romano, 1993). Porém, algumas dessas empresas mudaram as suas sedes, deixando de estar protegidas pela legislação deste Estado, depois de um grande investidor institucional norte-americano – o CalPERS – ter pugnado nesse sentido (Smith, 1996).

Ao contrário dos EUA e do Reino Unido, na Europa continental os *takeovers* são raros ou virtualmente inexistentes, razão pela qual este mecanismo não é aí tradicionalmente visto como factor disciplinador das equipas de gestão.⁴

As diferenças entre os sistemas de governo das empresas dos diferentes países – e, em particular, as diferenças entre os países anglo-saxónicos e os países da Europa continental – é o resultado de uma evolução histórica assente em pressões (e opções) políticas (Roe, 1994) que resultaram em diferentes ambientes legais, os quais afectam o grau em que é possível manter concentrada a estrutura de propriedade e de financiamento das empresas (La Porta et al., 1997; 1999) e de protecção dos direitos accionistas (La Porta et al., 1998, 2000). Assim, a esta luz, o sistema de direito teria um papel importante na justificação do menor nível de actividade do mercado de controlo de empresas da Europa continental. Esse papel pode ser visto a dois níveis. Por um lado, directamente, por permitir a adopção de medidas *anti-takeover*. Por outro lado, indirectamente, por dar origem a uma estrutura de propriedade mais concentrada, originando a que os gestores sejam controlados no interior das próprias empresas (*insider system*), através da acção de grandes accionistas, e não pelo mercado (*outsider system*).⁵

O papel do sistema de direito de base na protecção dos investidores foi evidenciado por La Porta et al. (1998). Este estudo sustenta que os países da *common law* (v.g., EUA e Reino Unido) asseguram uma protecção mais ampla e mais efectiva dos investidores (accionistas e credores) que os países influenciados pelo direito civil alemão (v.g., Alemanha, Áustria e Japão) ou escandinavo (Suécia, Dinamarca, Finlândia e Noruega) e sobretudo que os países com influências do direito civil francês (v.g., França, Portugal e Espanha).⁶ A família jurídica afigura-se, pois, de acordo com esta tese, como variável explicativa do nível de protecção de que gozam os investidores nos diferentes países.

3 A *golden parachute* consiste na atribuição por via contratual aos gestores do direito a receberem certos benefícios significativos no caso do serem destituídos.

4 Assim, por exemplo, Prigge (1998) reporta que foram lançados somente 15 *takeovers* na Alemanha entre 1968 e 1997, dos quais apenas 7 tiveram sucesso, sendo que entre 1971 e 1987 não se registou qualquer tentativa de aquisição hostil. Franks e Mayer (1998), por sua vez, enumeram apenas três *takeovers* hostis fora do sector financeiro em todo o pós-guerra. Além disso, de acordo com Wymeersch (1998), na Europa continental, apenas a França supera (ligeiramente) a Alemanha em valor de fusões e aquisições realizadas nos anos 90.

5 Para uma análise detalhada dos sistemas anglo-saxónicos e continental de governo das sociedades ver Alves (2005).

6 Note-se, porém, que a inclusão de Portugal no grupo de países de “*civil law*” de influência francesa não é pacífica. A literatura jurídica portuguesa sustenta uma certa “germanização” do direito das sociedades português, bem como documenta uma importação recente de figuras do direito anglo-saxónico (designadamente, norte-americano) em matéria de *corporate governance* (Cordeiro, 2006). Por esta razão, como adiante melhor se explicitará, na análise empírica adoptaram-se procedimentos para verificar a robustez dos resultados face ao potencial viés da classificação de Portugal.



A esta luz, seria expectável que o sistema de direito influenciasse as escolhas dos diversos países Europeus no que respeita aos graus de liberdade que lhe foram conferidos pela Directiva. Em particular, seria expectável que os países com sistemas de direito mais protectores dos interesses dos investidores na hierarquia (de La Porta et al., 1998) adoptassem as soluções mais susceptíveis de estimular o mercado de controlo das empresas. Porém, La Porta et al. (1998) estabelecem uma relação entre os sistemas de direito e indicadores globais de protecção dos investidores, e não se baseiam na análise da adopção de soluções jurídicas concretas. Importa, por isso, realizar estudos que analisem o (eventual) efeito da família jurídica na adopção de soluções jurídicas concretas. Este estudo visa contribuir nesse sentido, investigando o efeito do sistema de direito na transposição da Directiva das OPAs.

3. O Regime consagrado na Directiva e o nível de harmonização atingido

3.1. O Regime consagrado na Directiva

(i) O artigo 9.º – Regra da Neutralidade

O artigo 9º da Directiva consagra um conjunto de deveres do órgão de administração da sociedade visada. Em particular, “o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia geral de accionistas para o efeito antes de empreender qualquer acção susceptível de conduzir à frustração da oferta, exceptuando a procura de outras ofertas e, nomeadamente, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários susceptível de impedir de forma duradoura que o oferente assuma o controlo da sociedade visada” (artigo 9, n.º 2). Além disso, “a assembleia geral de accionistas deve aprovar ou confirmar qualquer decisão que não se insira no quadro normal das actividades da sociedade e cuja aplicação seja susceptível de conduzir à frustração da oferta” (artigo 9.º, n.º 3). Trata-se, pois, de uma regra de decisão pelos accionistas (em vez dos administradores), frequentemente designada na literatura da especialidade por *regra anti-frustração* ou *regra da neutralidade*.

Com este regime, a concretização de *poison pills* carece de aprovação dos accionistas (Menjucq, 2006). Assim, torna-se necessária a autorização da assembleia geral para a venda de activos importantes ou atribuição a accionistas ou a terceiros do direito a futuramente adquirir activos a preços com descontos substanciais. Também a alteração da estrutura de propriedade, por exemplo através da emissão de acções ou a emissão de instrumentos de dívida convertíveis, enquanto mecanismo de defesa, fica impedida a não ser que os accionistas decidam pela sua utilização. De igual modo, a concretização de planos de aquisição de acções próprias (*share buy-back*) ou a atribuição do direito de aquisição de acções a accionistas ou trabalhadores igualmente carece de autorização da assembleia geral. Por fim, a frustração da oferta pela alavancagem excessiva da empresa também fica sujeita a decisão dos accionistas, e não à livre disposição dos gestores.

A regra da neutralidade visa, pois, subtrair ao controlo dos gestores a tomada de medidas que conduzam à potencial frustração da OPA (Menjucq, 2006). Esta regra não impede os administradores das sociedades visadas de proporem estratégias alternativas à oferta, mas remete a decisão sobre a sua concretização para os próprios accionistas. Em particular, a Directiva expressamente admite que a administração procure os chamados *cavaleiros brancos* (*white knights*), na medida em que exceptua dos actos que carecem de autorização da assembleia geral a procura de ofertas concorrentes.⁷

O n.º 3 do artigo 9.º igualmente cria condições para obstaculizar acções defensivas do estilo *greenmail*, ao permitir que os Estados-membros antecipem o momento a partir do qual a

⁷ Sobre as circunstâncias em que a procura de *white knights* pode ser favorável ou desfavorável ao interesse dos accionistas, vide Mucciarelli (2006).



autorização da assembleia geral deva ser obtida para um momento prévio ao anúncio da oferta estipulando, por exemplo, o momento em que o órgão da administração da sociedade visada tome conhecimento da eminência da oferta (Menjucq, 2006).

Acontece, porém, que, por força do artigo 12.º, n.º 1, o regime relativo às medidas *anti-frustração* do *takeover* é facultativo. Os Estados podem reservar o direito de não exigir que as sociedades apliquem o disposto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 9.º. Ficou, pois, aberta uma primeira importante porta para a institucionalização de regimes não harmonizados na UE.

(ii) O Artigo 11.º – Regra da Quebra dos Limites ao Direito de Voto (Breakthrough Rule)

O artigo 11.º estabelece regras de não oponibilidade das restrições em matéria de transmissão de valores mobiliários e de direito de voto (*breakthrough rules*). De acordo com o seu teor, os Estados-membros asseguram que: *i)* as restrições à transmissão de valores mobiliários previstas nos estatutos da sociedade não são aplicáveis ao oferente durante o período de aceitação da oferta. O mesmo se aplica a restrições à transmissão previstas em contratos entre a sociedade visada e os titulares dos valores ou entre estes; *ii)* as restrições em matéria de direito de voto previstas nos estatutos da sociedade visada ficam sem efeito na assembleia geral de accionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa (propostas pelo órgão de administração nos termos antes referidos). O mesmo se aplica a restrições em matéria de direito de voto previstas em contratos entre a sociedade visada e os titulares dos valores ou entre estes. Os valores mobiliários com voto plural têm um único voto na assembleia geral de accionistas que decidir sobre eventuais medidas de defesa; *iii)* Quando, na sequência de uma oferta, o oferente detiver pelo menos 75% do capital com direito a voto, não são aplicáveis as restrições à transmissão de valores mobiliários e ao direito de voto referidas em *i)* e *ii)*, nem os direitos especiais de accionistas no que diz respeito à nomeação ou destituição de membros do órgão de administração previstos nos estatutos da sociedade visada; as acções com voto plural têm um único voto na primeira assembleia geral de accionistas subsequente ao encerramento da oferta convocada pelo oferente a fim de alterar os estatutos da sociedade ou de destituir ou nomear membros do órgão de administração.

A aplicação plena deste regime implica a perda de efeitos práticos de limitações à transmissão de acções, ao exercício do direito de voto e das chamadas *dualclass shares* enquanto mecanismos *anti-takeover* (Mülbert, 2003; Menjucq, 2006). Além disso, dá eficácia ao regime de neutralidade, no que respeita às medidas defensivas propostas pós-oferta, na medida em que estabelece o princípio de uma acção um voto como regra de funcionamento dessas assembleias gerais (Mülbert, 2003; Menjucq, 2006).

Acontece, porém, que por força do artigo 12.º, n.º 1, também este regime é facultativo. Para ter uma percepção do nível real de harmonização conseguido após a transposição da Directiva importa saber qual foi a opção de cada um dos Estados-membros nesta matéria. Está, pois, encontrada a segunda fonte de potencial divergência relevante dos regimes instituídos nos diferentes Estados-membros.

(iii) O Artigo 12º – Regra da Reciprocidade

Sempre que os Estados-membros façam uso da faculdade prevista no artigo 12.º, n.º 1 devem dar às sociedades com sede social nos respectivos territórios a opção, que deve ser reversível, de aplicar as regras da neutralidade e *breakthrough*. Isto é, as empresas terão de ter sempre a possibilidade de consagrar aqueles os regimes, quando a tal não forem obrigadas pela legislação nacional.

Poderemos ter assim, na UE, empresas que a quem são aplicáveis as regras *anti-frustração* e as *breakthrough rules*, seja porque assim decorre da opção do seu Estado-membro, seja por ter sido essa a sua opção individual. A adopção da regra da reciprocidade não é desejável do ponto de vista da flexibilização do funcionamento do mercado de controlo accionista (Becht, 2003).



Porém, o mesmo artigo 12.^o, no seu n.^o 3, estabelece um princípio de reciprocidade. Assim, os Estados-membros podem dispensar as sociedades que apliquem os n.^{os} 2 e 3 do artigo 9.^o e/ou no artigo 11.^o da aplicação destas disposições se forem alvo de uma oferta lançada por uma sociedade que não aplique os mesmos artigos ou por uma sociedade controlada, directa ou indirectamente, por uma dessas sociedades. Ficou, pois, remetido à vontade de cada Estado-membro a consagração ou não desse regime de reciprocidade (terceira fonte de potencial divergência relevante).

(iv) Oferta Pública Obrigatória

A Directiva consagrou dois princípios fundamentais para a defesa dos accionistas minoritários. Em concreto, estipulou que: *i)* todos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria devem beneficiar de um tratamento equivalente; *ii)* nos casos em que uma pessoa adquira o controlo de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos (protecção das minorias resultantes da OPA). Para assegurar o primeiro destes princípios a Directiva consagrou dois mecanismos fundamentais: a OPA obrigatória e o conceito de preço equitativo.

No que respeita às ofertas obrigatórias, a Directiva estipula (no artigo 5.^o) que sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade que, adicionados a uma eventual participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confirmam directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-membros asseguram que essa pessoa deve lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações a um preço equitativo.

Porém, a Directiva não fornece uma definição do que é o “controlo de uma sociedade”, limitando-se a referir que “a percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade, bem como a fórmula do respectivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-membro em que se situa a sua sede social” (artigo 5.^o, n.^o 3). Acresce que, quanto mais elevado for o limiar de lançamento da OPA obrigatória, menos defendidos estão os interesses dos accionistas, e menos flexibilizado se encontra o mercado de controlo accionista (Burkart e Panunzi, 2003). Quer isto dizer que a Directiva deixou a cada Estado-membro a decisão sobre a parametrização do conceito de controlo. Cada país terá, por isso, de fixar na legislação nacional a percentagem que considera mínima para aquisição do controlo de uma empresa.

(v) Outras Fontes de Potencial Divergência

A Directiva estipula também que os Estados-membros asseguram que o oferente possa exigir que todos os titulares dos valores mobiliários remanescentes lhe transmitam esses valores mobiliários com base num preço justo (*aquisição potestativa* ou, em terminologia anglo-saxónica, *squeeze-out*). Os Estados-membros devem estabelecer esse direito sempre que o oferente detenha valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital com direito a voto e 90% dos direitos de voto da sociedade visada. Porém, os Estados-membros podem estabelecer um limiar mais elevado, mas nunca superior a 95% do capital com direito a voto e 95% dos direitos de voto da sociedade visada.

A Directiva estabeleceu também (no artigo 16.^o) que os Estados-membros asseguram que qualquer titular dos valores mobiliários remanescentes possa exigir que o oferente proceda à sua aquisição com base num preço justo, nas mesmas condições da aquisição potestativa (alienação potestativa ou, em terminologia anglo-saxónica, *sell-out*).



Há outros aspectos da Directiva que foram remetidos para a decisão dos Estados-membros. Assim, por exemplo, quanto à natureza da contrapartida os Estados-membros podem estabelecer ou não que, pelo menos como alternativa, deve ser proposta uma contrapartida em numerário em todos os casos. Além disso, foi aberta porta para que os Estados-membros estipulem períodos mais curtos ou mais longos para a definição de um preço restritivo. Trata-se, porém, em qualquer dos casos, de questões menores no que respeita à percepção da real harmonização do regime de europeu em matéria de *takeovers* (Burkart e Panunzi, 2003; Menjucq, 2006).

3.2. A harmonização realmente obtida na transposição da Directiva

A Comissão Europeia divulgou, em Fevereiro de 2007, um relatório sobre as opções tomadas pelos diversos Estados-membro quanto aos diversos aspectos que a Directiva deixou ao seu critério (Comissão Europeia, 2007). A tabela que se segue sintetiza o regime em vigor nas diversas jurisdições, de acordo com o referido relatório.

Tabela 1 – Síntese da Transposição da Directiva das OPA

	<i>Neutralidade</i> Adoptado Regime do art.º 9/(2)(3)?	<i>Breakthrough:</i> Adoptado Regime do art.º 11.º?	<i>Reciprocidade:</i> Adoptado Regime do art.º 12.º?	<i>Condição de</i> Lançamento de OPA Obrigatória
Alemanha	Não	Não	Sim	30%
Bélgica	Não	Não	Sim	30%
Dinamarca	Não	Não	Sim	33%
Holanda	Não	Não	Sim	30%
Itália	Não	Não	Sim	30%
Luxemburgo	Não	Não	Sim	33%
Polónia	Não	Não	Sim	66%
Chipre	Sim	Não	Sim	30%
Eslovénia	Sim	Não	Sim	25%
Espanha	Sim	Não	Sim	30%
França	Sim	Não	Sim	33%
Grécia	Sim	Não	Sim	33%
Hungria	Sim	Não	Sim	25%
Portugal	Sim	Não	Sim	33%
Austria	Sim	Não	Não	30%
Eslováquia	Sim	Não	Não	33%
Finlândia	Sim	Não	Não	30%
Irlanda	Sim	Não	Não	30%
Malta	Sim	Não	Não	50%
Reino Unido	Sim	Não	Não	30%
Rep. Checa	Sim	Não	Não	40%
Suécia	Sim	Não	Não	30%
Estónia	Sim	Sim	Não	50%
Letónia	Sim	Sim	Não	50%
Lituânia	Sim	Sim	Não	40%



Esta tabela deixa perceptível que o nível real de harmonização do regime *anti-takeover* obtido na UE após a transposição da Directiva foi reduzido (Comissão Europeia, 2007)⁸. Um grupo de 7 países que optaram pela máxima defesa, no que respeita às regras anti-frustração, *breakthrough* e reciprocidade. Trata-se do grupo que *não* aplicou as regras anti-frustração, *não* aplicou as regras *breakthrough*, mas optou pelo *sim* no que respeita à aplicação da regra da reciprocidade. Os países *não/não/sim* são: Bélgica, Dinamarca, Alemanha, Itália, Luxemburgo, Holanda e Polónia.

No polo oposto, apenas 3 países optaram pela defesa mínima, ou seja escolheram *sim/sim/não* para as regras base anti-frustração, *breakthrough* e reciprocidade previstas na Directiva. Esses países são: Estónia, Lituânia e Letónia.

Nas situações intermédias igualmente dois grupos se podem identificar. Aqueles que optaram pela regra anti-frustração, mas não pela *breakthrough*, nem pela regra da reciprocidade (*sim/não/não*), e aqueles que procedendo de igual modo nos dois primeiros casos, aplicaram a regra da reciprocidade (*sim/não/sim*). No grupo *sim/não/não* encontram-se os seguintes 8 países: Áustria, Finlândia, Rep. Checa, Irlanda, Luxemburgo, Eslováquia, Suécia e Reino Unido. Pela combinação *sim/não/sim* optaram 7 países: Chipre, França, Grécia, Hungria, Portugal, Eslovénia e Espanha.

No que respeita às condições para que se constitua a obrigação de lançar uma oferta pública geral, a tabela anteriormente apresentada o limiar do capital e/ou direito de voto padrão, ou mais baixo se mais do que uma percentagem se encontrar fixada.

A Tabela 1 deixa, pois, claro que o nível de harmonização realmente atingido foi baixo, existindo uma grande diversidade de regimes efectivamente em vigor na UE. No próximo ponto tentar-se-á perceber se há evidência de que a família jurídica dos diversos países terá influenciado as escolhas adoptadas.

4. Análise empírica

4.1 Definição de variáveis e fontes

Em ordem a mensurar as soluções adoptadas em cada país foram construídas três variáveis *dummy*: (i) NR assume o valor 1 se o país optou por adoptar a regra da neutralidade (*sim*, na 2.ª coluna da Tabela 1) e 0 em caso contrário (*não*); (ii) BR assume o valor 1 se o país optou por adoptar a regra *breakthrough* (*sim*) e 0 em caso contrário (*não*); (iii) RR assume o valor 1 se o país optou por não adoptar a regra da reciprocidade (*não*) e 0 em caso contrário (*sim*). Com base nestas variáveis, construiu-se o índice que se segue (Ind1): $2NR + 2BR + RR$. A ideia subjacente à ponderação das diferentes variáveis é a de que a adopção das regras da neutralidade e *breakthrough* assume uma importância acrescida, comparativamente à regra da reciprocidade, no contexto da criação de um regime favorável ao funcionamento do mercado de controlo de empresas⁹. Assim, em conformidade com o que foi referido no ponto 3.1, os países que optaram por facilitar o máximo possível o funcionamento do mercado de controlo accionista terão um valor de 5 na variável Ind1, ao passo que os países que optaram por obstaculizar o mais possível o funcionamento deste mercado terão um valor zero.

A variável LOB, por sua vez, respeita ao limiar do capital e/ou direito de voto (ou o mais baixo se existir mais do que um limiar) que se encontra fixado em cada país para efeito do nascimento do dever de lançamento de OPA geral obrigatória (5.ª coluna da Tabela 1).

Partindo do princípio de quanto mais alto LOB, menos se encontram protegidos os interesses dos accionistas e mais obstaculizado está o funcionamento do mercado de controlo accionista

8 Este reduzido grau de harmonização geral era, aliás, expectável, dada o conflito existente entre as normas do regime padrão da Directiva e as legislações nacionais, bem como entre estas (Siems, 2004).

9 Porém, os resultados não se alteram de forma significativa se for dado a mesma ponderação às variáveis NR, BR e RR.

(vide, novamente, ponto 3.1), construiu-se um segundo índice (Ind2) somando uma unidade a Ind1 se LOB é menor ou igual a 1/3, e adicionando o valor zero em caso contrário.¹⁰ Assim, Ind2 varia entre um valor mínimo de 0 e um máximo de 6.

Tendo em vista a classificação das famílias legais dos diversos países, foram construídas 5 variáveis *dummy*, nos termos que se seguem: (i) L5, que toma o valor 1 se o país é de tradição anglo-saxónica (Irlanda, Malta e Reino Unido) e zero em caso contrário (*common law*); (ii) L4, que toma o valor 1 se o país é de família jurídica do tipo *civil law* de origem nórdica (Dinamarca, Finlândia e Suécia) e zero em caso contrário; (iii) L3, que toma o valor 1 se o país é de família jurídica do tipo *civil law* de origem alemã (Alemanha e Áustria) e zero em caso contrário; (iv); L2, que toma o valor 1 se o país é de família jurídica do tipo *civil law* de origem francesa (Bélgica, Holanda, Itália, Luxemburgo, Espanha, França, Chipre, Grécia e Portugal) e zero em caso contrário; (v); L1, que toma o valor 1 se o país é uma antiga república comunista e 0 em caso contrário (Polónia, Eslovénia, Hungria, Eslováquia, República Checa, Estónia, Letónia e Lituânia).

Note-se que não constam da classificação de La Porta et al. (1998), nem três pequenos países (Chipre, Luxemburgo e Malta), nem os países ex-comunistas. No que respeita aos pequenos países, Malta foi incluída no grupo do Reino Unido dado ser membro da Commonwealth, de ter o inglês como língua oficial e de existirem fortes laços históricos entre este país e a Grã-Bretanha. Chipre e Luxemburgo, por sua vez, foram incluídos na mesma família jurídica dos países seus vizinhos (Grécia, no caso do Chipre, e França, Holanda, Bélgica e Itália, no caso do Luxemburgo), dado se pressupor como altamente provável que os sistemas jurídicos desses países sejam influenciados pelos países de maior dimensão que se localizam na sua proximidade. Para os países ex-comunistas, seguindo Freytag e Masciandaro (2005), foi criada uma categoria específica.

Em termos de variáveis explicativas, de forma a controlar o efeito dimensão dos países usou-se a variável VOTOS, que corresponde ao número de votos atribuído a cada país da UE resultante do Tratado de Nice, o qual varia entre um máximo de 29 atribuído aos grandes países (Alemanha, Reino Unido, França e Itália) e um mínimo de 3, atribuído ao país de menor dimensão (Malta)¹¹. A ideia subjacente é, obviamente, controlar a hipótese de os pequenos e os grandes países transporem de modo distinto a Directiva. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é indefinido, embora se tenha como mais plausível a hipótese de este ser negativo. Com efeito, os pequenos países não tendo mercados internos suficientemente grandes tenderão provavelmente a mostrar-se mais propensos há criação de um mercado europeu de capitais do que os grandes países.

Uma outra variável explicativa é o ano de adesão à UE (ANO), no pressuposto de que os novos Estados-membro estarão mais predispostos a adoptar soluções mais favoráveis ao funcionamento do mercado interno de capitais, de forma a mostrarem o seu empenhamento na construção europeia. Espera-se, pois, um coeficiente positivo.

A capitalização bolsista (CB), em milhões de milhões de euros (Eur 10¹²), e a capitalização bolsista média (CBM) – isto é, CB/número de empresas cotadas –, em milhares de milhões de euros (Eur 10⁹) igualmente foram incluídas como variáveis explicativas. De forma a usar dados contemporâneos com a transposição, usaram-se os valores de Agosto de 2006 reportados pela Comissão Europeia (2007). A ideia subjacente à inclusão da variável CB é controlar o efeito da dimensão do mercado de capitais do país nas soluções adoptadas. O sinal esperado para esta variável é positivo, na medida em que, *ceteris paribus*, quanto maior o mercado de capitais do

10 Os resultados não sofrem alteração significativa se, alternativamente, se construir o índice somando duas unidades a Ind1 se LOB é menor ou igual a 1/3, somando uma unidade se LOB é superior a 1/3 e inferior ou igual a 50%, e adicionando o valor zero em caso contrário.

11 Os resultados que adiante se reportarão mantêm-se idênticos, caso se utilize o número de habitantes como variável destinada a medir a dimensão de cada país.





país, maior será o interesse do país em eliminar os obstáculos ao seu pleno funcionamento. Quanto à variável CBM a ideia subjacente é a de que as empresas de maior dimensão não só estarão mais protegidas de *takeovers* hostis do que as empresas de menor dimensão, como mais provavelmente assumirão o papel de adquirentes. Donde, supostamente, os países que têm empresas cotadas de maior dimensão média estarão mais predispostos a criar condições para o funcionamento do mercado de controlo de empresas do que os demais. Espera-se, por isso, um sinal positivo para esta variável.

Além disso, foi incluída a variável GOV que é uma variável quantitativa que visa mensurar a qualidade da *governance* do próprio país. Esta variável foi construída de modo análogo a Masciandaro (2006), isto é, tem por base os indicadores propostos por Kaufmann et al. (2007). Em concreto, foi adoptada a média aritmética dos seis indicadores de *governance* de Kaufmann et al. (2007) para o ano de 2006¹². Quanto mais elevado o valor da variável GOV mais elevado é o reconhecimento internacional de que o governo e as instituições do país funcionam de forma eficiente (Masciandaro, 2006). O sinal esperado para esta variável é, a priori, indefinido. Com efeito, um país com má *governance*, onde, por exemplo, os tribunais funcionem de forma pouco eficiente, poderá optar por soluções legislativas mais radicais de forma a compensar a menor eficiência das suas instituições. Nesse caso, seria esperado um efeito negativo. Porém, se admitido que a flexibilização do mercado de controlo de empresas é uma política estruturalmente saudável, seria expectável que países com maior GOV adoptassem soluções mais favoráveis ao seu funcionamento. Se for este o efeito a prevalecer, o sinal será positivo.

O nível de desenvolvimento de cada país foi aferido pelo respectivo PIB per capita (PIBPC) de 2006, em paridade de poderes de compra. Porém, ao contrário do indicador GOV (que de alguma forma também indica o grau de desenvolvimento do país), o PIBPC não revelou significância pelo que em várias regressões se procedeu à sua exclusão.

A situação de partida para a transposição da Directiva não é, obviamente, a mesma em todos os países. Países que tenham sido no passado recente sujeitos a um número elevado de operações de fusão e aquisição poderão ter uma propensão para obstruir o funcionamento deste mercado distinta da dos demais. Por isso, incluiu-se o número de operações de fusão e aquisição ocorridas no sistema bancário de cada país entre 2000 e o primeiro semestre de 2006 (reportados por European Central Bank, 2006), com origem em países terceiros (NTFCB)¹³. Partindo do pressuposto de que os países não gostam de ver os seus bancos adquiridos por bancos ou investidores de países terceiros, para a variável NTFCB é esperado um coeficiente negativo.

Além de La Porta et al. (1998), European Central Bank (2006), Kaufmann et al. (2007) e Comissão Europeia (2007), nos termos já referidos, a fonte dos demais dados usados no estudo é o Eurostat.

4.2 Análise de regressões

Estimaram-se as 12 equações que constam da Tabela 2. As sete primeiras ([1] a [7]) têm como variável dependente Ind1, as três seguintes ([8] a [10]) têm como variável dependente Ind2, e as duas últimas ([11] e [12]) têm como variável dependente LOB. Assim, as variáveis dependentes das regressões [1] a [10] são discretas, apenas assumindo valores inteiros. Por isso, a estimação foi efectuada usando um Modelo de Contagem, estimado pelo método de

12 Esses indicadores são: (i) Voice and Accountability; (ii) Political Stability and Absence of Violence; (iii) Government Effectiveness; (iv) Regulatory Quality; (v) Rule of Law; and (vi) Control of Corruption.

13 O número de operações de fusão e aquisição ocorridas no sistema bancário foi incluído como *proxy* do número de total de fusões, dado não ter sido possível obter dados relativos a esta outra variável.

Quasi-Máxima Verosimilhança (QML)¹⁴. A variável dependente das regressões [11] e [12] é contínua, pelo que se procedeu à estimação por OLS¹⁵.



Tabela 2 – Regressões dos índices de transposição da Directiva e dos limites de lançamento de OPA geral obrigatória

Variável Dependente						
	IND1 [1]	IND1 [2]	IND1 [3]	IND1 [4]	IND1 [5]	IND1 [6]
C	-10,32 (-0,57)	-16,23 (-0,94)	5,21 (4,32)***	5,31 (3,92)***	4,94 (4,47)***	5,90 (3,81)***
VOTOS	-0,21 (-3,58)***	-0,21 (-3,55)***	-0,23 (-3,70)***	-0,24 (-3,84)***	-0,21 (-4,67)***	-0,27 (-3,98)***
CB	2,46 (3,63)***	2,45 (3,35)***	2,63 (3,49)***	2,74 (3,51)***	2,43 (4,19)***	3,18 (3,82)***
CBM	0,91 (3,73)***	0,89 (3,57)***	0,98 (3,86)***	0,97 (3,57)***	0,85 (4,03)***	1,12 (3,86)***
PIBPC	-0,01 (-0,63)		-0,01 (-0,85)			
GOV	-3,00 (-1,78)*	-3,39 (-2,46)**	-3,32 (-2,09)**	-4,00 (-3,11)***	-3,74 (-3,35)***	-4,59 (-3,19)***
NTFCB	-0,09 (-1,99)**	-0,09 (-1,57)	-0,11 (-2,28)**	-0,11 (-2,17)**	-0,10 (-2,41)**	-0,14 (-2,95)***
ANO	0,01 (0,86)	0,01 (1,29)				
L5	1,05 (1,74)*	1,15 (2,38)**	1,18 (2,41)**	1,34 (3,08)***	1,34 (3,14)***	1,52 (3,19)***
L4	1,81 (1,53)	1,98 (1,87)*	2,10 (1,94)*	2,46 (2,63)***		2,86 (2,84)***
L3	2,50 (2,64)***	2,56 (2,65)***	2,78 (3,03)***	3,00 (3,27)***		3,48 (3,55)***
L1	0,57 (1,82)*	0,59 (2,76)***	0,64 (2,14)**	0,69 (3,51)***	0,69 (3,83)***	0,78 (3,72)***
L3+L4					2,52 (3,01)***	
N	25	25	25	25	25	24
Log Likelihood	-29,13	-29,35	-29,26	-29,65	-30,09	-27,70
LR Statistic	50,66	50,21	50,38	49,60	48,73	51,67

continua

14 Em alternativa ao Modelo de Contagem ponderou-se a utilização do Modelo Probit Ordenado. Porém, o recurso a esta outra alternativa obrigaria a que se estabelecesse uma ponderação sobre qual seria mais importante para o livre funcionamento do mercado de controlo accionista: se a adopção da regra da neutralidade, se a adopção da regra *breakthrough*. A literatura, porém, não permite estabelecer uma ordem natural ou preferência entre estas duas regras, razão pela qual a sua transposição foi ponderada com idêntico peso nos índices IND1 e de IND2. A inexistência de tal ordenação levou à não adopção do Modelo Probit Ordenado.

15 Não foi implementada qualquer restrição no sentido de impedir que a variável dependente exceda os limites do intervalo [0, 1]. Porém, a adopção alternativa do Modelo de Regressão Censurada (Tobit) não altera as conclusões obtidas (resultados não reportados).



Tabela 2 – Regressões dos índices de transposição da Directiva e dos limites de lançamento de OPA geral obrigatória (continuação)

Variável Dependente						
	IND1 [7]	IND2 [8]	IND2 [9]	IND2 [10]	LOB [11]	LOB [12]
C	6,64 (3,83)***	-6,17 (-0,62)	3,96 (6,62)***	4,36 (6,01)***	-2,27 (-0,52)	0,23 (1,52)
VOTOS	-0,24 (-3,84)***	-0,14 (-3,85)***	-0,15 (-5,03)***	-0,18 (-4,93)***	0,01 (1,87)*	0,01 (1,82)*
CB	2,74 (3,51)***	1,65 (3,70)***	1,75 (4,47)***	2,07 (4,84)***	-0,14 (-1,80)*	-0,12 (-1,76)*
CBM	0,97 (3,57)***	0,56 (3,84)***	0,59 (4,48)***	0,70 (4,73)***	-0,05 (-1,43)	-0,05 (-1,41)
PIBPC		0,00 (0,08)			-0,00 (-0,31)	
GOV	-4,00 (-3,11)***	-2,18 (-2,50)**	-2,41 (-4,44)***	-2,81 (-4,6)***	0,15 (0,92)	0,07 (0,63)
NTFCB	-0,11 (-2,17)**	-0,05 (-1,33)	-0,06 (-1,76)*	-0,08 (-3,18)***	0,00 (0,26)	0,00 (0,10)
ANO		0,00 (1,04)			0,00 (0,57)	
L5		0,59 (1,77)*	0,67 (3,18)***	0,81 (4,01)***	0,04 (0,42)	0,07 (0,96)
L4	1,13 (2,07)**	1,24 (2,04)**	1,44 (3,53)***	1,73 (4,29)***	-0,12 (-0,85)	-0,05 (-0,51)
L3	1,67 (3,05)***	1,62 (2,93)***	1,80 (4,35)***	2,14 (5,08)***	-0,13 (-1,10)	-0,09 (-0,88)
L2	-1,34 (-3,08)***					
L1	-0,64 (-1,27)	0,28 (1,53)	0,33 (2,42)**	0,41 (3,04)***	0,02 (0,31)	0,05 (0,78)
N	25	25	25	24	25	25
Log Likelihood	-29,65	-28,13	-28,27	-26,09		
LR Statistic	49,60	39,69	39,40	41,89		
R ²					45,7%	43,4%

Obs.: A variável dependente de cada uma das regressões é a indicada no topo da tabela. Na primeira coluna, C indica o termo constante e os demais acrónimos identificam as variáveis explicativas. N identifica o número de observações, Log Likelihood e LR Statistic indicam as estatísticas com os mesmos nomes para as regressões do Modelo de Contagem, e R² indica o coeficiente de determinação das regressões OLS. Os valores reportados à frente de cada variável são as estimativas dos coeficientes, e entre parêntesis apresentam-se as respectivas estatísticas z ou t (consoante aplicável). Os símbolos «***», «**» e «*» indicam, respectivamente, 1%, 5% e 10% de nível de significância.

Os resultados obtidos deixam claro que o sistema de direito influenciou as soluções adoptadas na transposição da Directiva. As regressões [1] a [5], tornam patente que os países de *civil law* de origem francesa (L2) adoptaram soluções menos favoráveis ao funcionamento do mercado de controlo de empresas, se aferidas essas soluções por Ind1, que os demais países¹⁶. As regressões [8] e [9] deixam isso igualmente claro quando a variável dependente é Ind2, ainda que no caso da regressão [8] os países de *civil law* de origem francesa não se distingam dos países ex-comunistas. A regressão [7], por sua vez, confirma que os países de *civil law* de origem francesa apresentam, *ceteris paribus*, valores mais baixos para a variável Ind1 que os

16 A conclusão de que os países de *civil law* de origem escandinava, *ceteris paribus*, registam valores mais elevados para Ind1 do que os países de *civil law* de origem francesa afigura-se inequívoca, apesar de na regressão [1] a variável L3 não ser significativa.



países anglo-saxónicos (L5), mas igualmente mostra que os países de *civil law* de origem escandinava (L4) e alemã (L3) preferiram soluções mais favoráveis ao livre funcionamento do mercado que os países anglo-saxónicos. Estes, por sua vez, não se distinguem dos países ex-comunistas (L1).

A literatura jurídica contesta, como se referiu anteriormente, a influência francesa sobre a legislação comercial e o direito dos valores mobiliários portugueses. Donde, em ordem a verificar a robustez dos resultados face a este potencial viés classificativo, nas regressões [6] e [10] excluiu-se Portugal da amostra. Os resultados obtidos permitem concluir que, mesmo excluindo Portugal, os países de *civil law* de origem francesa apresentam, *ceteris paribus*, valores mais baixos para as variáveis Ind1 e Ind2 que os demais. Os resultados são, por isso, robustos face a aquele potencial viés.

Esta tabela deixa, ainda, perceber que a dimensão do mercado de capitais (CB) de cada país influencia positivamente as escolhas efectuadas no sentido mais favorável ao funcionamento do mercado de controlo accionista das empresas. Além disso, as regressões [1] a [10] denotam uma relação positiva entre a dimensão média das empresas cotadas de cada país (CBM) e as variáveis Ind1 e Ind2, deixando entender que (como se esperava) os países com empresas de dimensão média mais elevada igualmente se mostraram mais predispostos para a criação de um mercado de controlo accionista.

Por sua vez, a dimensão do país – aferida pela variável VOTOS – tem um impacto negativo. Note-se que não existe incoerência entre os resultados obtidos para as variáveis CB, PIBPC e VOTOS. Assim, por exemplo, os países escandinavos têm elevados PIB *per capita*, mas apresentam mercados de capitais relativamente pequenos. De igual modo, países como a Polónia são de grande dimensão, mas o respectivo mercado de capitais é de dimensão reduzida. Donde, a evidência aponta no sentido de os países terem efectuado escolhas em conformidade com a importância relativa dos respectivos mercados de capitais. Em reforço da tese de que os países terão optado em função dos seus interesses próprios vem o coeficiente negativo da variável NTFCB, o qual é significativo em 6 das 8 regressões que têm Ind1 ou Ind2 como variável dependente. Donde, os países que têm sido mais expostos a ofertas que visam a aquisição dos seus bancos, foram menos favoráveis à facilitação do mercado de controlo de empresas.

A variável GOV, por sua vez, é significativa e apresenta nas regressões [1] a [10] um coeficiente negativo, indiciando que, *ceteris paribus*, os países com menor *rating de governance* optaram por soluções legislativas mais radicais de forma a compensar a menor eficiência das suas instituições.

A Tabela 2 igualmente deixa patente ausência de significância da variável ANO. Parece, por isso, não existir evidência de efeito bom aluno. Porém, o facto de L1 ser significativa nas regressões [1] a [5], [6], [9] e [8], e não o ser na regressão [7], indica que os países ex-comunistas (que, em todos os casos, aderiram recentemente à UE) optaram por soluções legislativas mais favoráveis ao funcionamento do mercado de controlo de empresas do que os países de *civil law* de origem francesa (que aderiram há mais tempo à UE). Em particular, os países ex-comunistas parecem ter seguido soluções análogas às adoptadas pelos países de *common law* que são, como se referiu na secção 3.1, apontados na literatura como a família jurídica mais favorável à protecção dos investidores.

No que respeita às regressões em que a variável dependente é LOB, nenhum efeito do sistema de direito foi perceptível. Neste caso apenas as variáveis Votos e CB revelam capacidade explicativa, sendo os sinais (como esperado) os simétricos dos verificados nas regressões [1] a [10]. Com efeito, nas regressões [11] e [12], ao contrário das demais, quanto mais alta a variável dependente, menos favorável à criação do mercado de controlo de empresas é a escolha efectuada.

Em suma, os resultados obtidos são consentâneos com evidência reportada por Knudsen (2005), de que os interesses nacionais prevalecessem sobre outras variáveis na hora da tomada



de decisões que respeitam à criação de um mercado único de capitais europeu¹⁷. Além disso, a existência de efeito da família jurídica aponta – em consonância com Cernat (2004) – no sentido de as instituições de decisão europeias terem reduzida capacidade para imporem modelos coerentes, capazes de induzir a que deixem de existir distintos modelos de *corporate governance* e de protecção dos investidores na Europa.

5. Conclusões

A Directiva n.º 2004/25 teve como objectivo criar um regime harmonizado de regras aplicáveis a ofertas públicas de aquisição (OPAs) na UE.

A sua negociação foi difícil, tendo demorado mais de uma década. A necessidade de estabelecer consensos determinou que tenha sido conferida liberdade de decisão aos Estados-membros em quatro mecanismos essenciais do regime instituído: (i) A regra da neutralidade, subordina a decisão da assembleia geral a tomada de medidas que podem ter por consequência a frustração da OPA; (ii) A *breakthrough rule*, que quebra restrições contratadas ou consagradas nos estatutos relativas à transmissão de valores mobiliários e direitos de voto; (iii) A regra da reciprocidade, pela qual os Estados-membros podem permitir que as suas empresas não apliquem as regras da neutralidade e *breakthrough* quando o oferente não está sujeito a regime idêntico; (iv) Além disso, a Directiva igualmente abriu a porta a divergências relevantes ao deixar ao critério dos Estados-membros a fixação do limiar mínimo de concentração de direitos de voto a partir do qual nasce a obrigação de lançar uma OPA geral.

Em consequência, a Directiva permite a coexistência na UE de regimes muito distintos no que respeita ao combate às práticas *anti-takeover* e ao funcionamento do mercado de controlo accionista. Pode considerar-se que optaram por facilitar o mercado de controlo de empresas e, consequentemente, pela máxima protecção dos interesses dos pequenos investidores, os países que impuseram na ordem jurídica interna a regra da neutralidade, a *breakthrough rule*, rejeitaram a regra da reciprocidade e fixaram um limiar baixo para efeitos do nascimento da obrigação de lançamento de OPA geral. O que se verificou em concreto foi que o nível de harmonização atingido é reduzido, dado que alguns países optaram por regimes menos favoráveis ao funcionamento do mercado de controlo de empresas, enquanto outros optaram por soluções mais favoráveis ao funcionamento desse mercado, e outros optaram por soluções híbridas.

A questão que se colocou neste estudo foi a de saber se o sistema de direito de base dos diferentes países terá influenciado as escolhas efectuadas (tal como seria expectável à luz da hierarquização das famílias legais de La Porta et al., 1998).

Os resultados obtidos indicam que os países de família jurídica do tipo *civil law* de origem francesa adoptaram soluções menos favoráveis ao funcionamento do mercado de controlo de empresas que os demais, incluindo os países ex-comunistas. Porém, os países com *civil law* de origem escandinava ou alemã adoptaram em geral soluções mais favoráveis ao funcionamento desse mercado do que os países de *common law*. Além disso, conclui-se que os países com menor *rating* de *governance* optaram por soluções legislativas mais radicais de forma a compensar a menor eficiência das suas instituições.

Por fim, os resultados obtidos apontam no sentido de os países terem efectuado escolhas em conformidade com a importância dos respectivos mercados de capitais. Em particular, o estudo evidencia que a dimensão do mercado de capitais de cada país influencia positivamente as escolhas efectuadas no sentido mais favorável ao funcionamento do mercado de controlo accionista das empresas, ao passo que a dimensão do país tem um impacto negativo. Donde, os resultados obtidos afiguram-se consentâneos com evidência reportada por Knudsen (2005) de que os interesses nacionais prevalecem sobre outras determinantes na hora de tomar decisões que respeitam à criação de um mercado único europeu.

¹⁷ Knudsen (2005), com efeito, evidencia que foram os interesses nacionais e não motivos de natureza ideológica que determinaram o sentido de voto dos deputados ao Parlamento Europeu na tomada de decisões relativas à Directiva.

Referências Bibliográficas



- Alves, C. (2005) *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Coimbra, Livraria Almedina.
- Becht, M. (2003) *Reciprocity in Takeovers*, ECGI-Law Working Paper No. 14/2003.
- Burkart, M.; Panunzi, F. (2003) *Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, ECGI-Law Working Paper No. 10/2003.
- Cernat, L. (2004) The Emerging European Corporate Governance Model: Anglo-Saxon, Continental, or Still the Century of Diversity?, *Journal of European Public Policy*, 11, 1, 147-166.
- Comissão Europeia (2007) Report on the Implementation of Directive on Takeover Bids, *Commission Staff Working Document*: (http://ec.europa.eu/internal_market/company/).
- Cordeiro, M. (2006) A Evolução do Direito Europeu das Sociedades, *Revista da Ordem dos Advogados*, 66, 87-118.
- European Central Bank (2006) *EU Banking Structures*, European Central Bank.
- Franks, J.; Mayer, C. (1996) Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure, *Journal of Financial Economics*, 40, 2, 163-181.
- Franks, J.; Mayer, C. (1998) Bank Control, Takeovers, and Corporate Governance in Germany, in Hopt, K. et al. (eds.) *Comparative Corporate Governance – The State of The Art and Emerging Research*, 641-658, Oxford-New York, Oxford University Press.
- Freytag, A.; Masciandaro, D. (2005) *Financial Supervision Fragmentation and Central Bank Independence: The Two Sides of the Same Coin?*, University of Lecce Economics Working Paper No. 76/37.
- Gatti, M. (2005) Optionality Arrangements and Reciprocity in the European Takeover Directive, *European Business Organization Law Review*, 5, 553-579.
- Holmstrom, B.; Kaplan, S. (2001) Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s, *Journal of Economic Perspectives*, 15, 2, 121-144.
- Hopt, K. (2004) *A Harmonização do Regime das Ofertas Públicas de Aquisição (opas) na Europa*, in: *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Coimbra, Coimbra Editora, 215-239.
- Jensen, M. (1988) Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives*, 2, 21-48.
- Kaufmann, D.; Kraay, A.; Mastruzzi, M. (2007) *Governance Matters VI: Governance Indicators for 1996-2006*, World Policy Research Working Paper Nº 4280.
- Knudsen, J. (2005) Is the Single European Market an Illusion? Obstacles to Reform of EU Takeover Regulation, *European Law Journal*, 11, 4, 507-524.
- La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishy, R. (1997) Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52, 3, 1131-1150.
- La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishy, R. (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106, 6, 1113-1155.
- La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishy, R. (2000) Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 1, 3-27.
- La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F.; Shleifer, A. (1999) Corporate Ownership Around The World, *Journal of Finance*, 54, 2, 471-518.



Masciandaro, D. (2006) *Reforms of Financial Supervision Regimes and Central Banks: Exploring the Nexus*, IMF Macroprudential Supervision Conference: Challenges for Financial Supervisors, Seoul, November.

Menjucq, M. (2006) The European Regime on Takeovers, *European Company & Financial Law Review*, 2, 222-236.

Mucciarelli, F. (2006) White Knights and Black Knights: Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of "Target" Companies?, *European Company & Financial Law Review*, 4, 408-425.

Mülbert, P. (2003) *Make it or break it: The Break-trough Rule as a Break-trough for European Takeover Directive?*, ECGI-Law Working Paper No. 13/2003.

Prigge, S. (1998) A Survey of German Corporate Governance, in Hopt, K. et al. (eds.) *Comparative Corporate Governance – The State of The Art and Emerging Research*, 1045-1199, Oxford-New York, Oxford University Press.

Roe, M. (1994) *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, in Keasey, K. et al. (eds.) *Corporate Governance*, 1, 87-145, Cheltenham (Reino Unido)-Northampton (Mass., EUA): Edward Elgar Publishing Limited.

Romano, R. (1993) Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered, *Columbia Law Review*, 93, 4, 795-853.

Scharfstein, D. (1988) The Disciplinary Role of Takeovers, *Review of Economics Studies*, 55, 185-199.

Shleifer, A.; Vishny, R. (1997) A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52, 2, 737-783.

Siems, M. (2004) The Rules on Conflict of Laws in the European Takeover Directive, *European Business Organization Law Review*, 4, 458-464.

Silva, A.; Vitorino, A.; Alves, C.; Cunha, J.; Monteiro, M. (2006) *Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal*, Lisboa, IPCG.

Smith, M. (1996) Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS, *Journal of Finance*, 51, 1, 227-252.

Wymeersch, E. (1998) A Status Report on Corporate Governance Rules and Practices in Some Continental European States, in Hopt, K. et al. (eds.) *Comparative Corporate Governance – The State of The Art and Emerging Research*, 943-1044, Oxford-New York: Oxford University Press.